

## تأثیر نظام راهبردی شرکتی بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده با عرضه عمومی اولیه (IPO) در بورس اوراق بهادار تهران

احمد گوگردچیان<sup>۱</sup>، عبدالله خانی<sup>۲</sup>، حمیده سالک<sup>۳\*</sup>

### چکیده

این پژوهش در پی یافتن پاسخی به این پرسش است که تأثیر نظام راهبردی شرکتی بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده با عرضه عمومی اولیه (IPO) در بورس اوراق بهادار تهران چگونه است؟ به دلیل مشکلات نمایندگی، ممکن است مدیران شرکت‌ها از منابع شرکت در جهت افزایش ثروت سهامداران استفاده نکنند. صاحبان نظران، امروزه بهترین راه حل این مشکل را در بهبود نظام راهبردی شرکت‌ها می‌دانند. نظام راهبردی شرکتی شامل معیارهایی است که می‌تواند با افزایش عدم تمرکز در کنترل شرکت‌ها، از قدرت مدیران در پیگیری منافع مشخصی کاسته و باعث بهبود عملکرد شرکت‌ها شود. جهت تعیین نظام راهبردی شرکتی از معیار درصد اعضای غیرموظف به کل اعضای هیأت مدیره و به منظور اندازه‌گیری مدیریت سود از مدل جونز (۱۹۹۱) استفاده شده است. در این پژوهش، تعداد ۴۵ شرکت با عرضه عمومی اولیه (IPO) در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۲ بررسی شده‌اند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد هیچ رابطه معناداری بین نظام راهبردی شرکتی و ارقام تعهدی اختیاری در این شرکت‌ها وجود نداشته است. همچنین ارقام تعهدی اختیاری بر جریان وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی سال بعد از IPO تأثیر منفی داشته و نظام راهبردی شرکتی بر ارقام تعهدی اختیاری برای پیش‌بینی جریان وجه نقد عملیاتی سال بعد از IPO تأثیر مثبت داشته است.

**واژه‌های کلیدی:** عرضه عمومی اولیه، نظام راهبردی شرکتی، مدیریت سود.

۱. استادیار اقتصاد، دانشگاه اصفهان

۲. استادیار حسابداری، دانشگاه اصفهان

۳. دانشجوی کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی واحد اصفهان

تاریخ دریافت مقاله: ۹۴/۱۰/۱۷

تاریخ پذیرش مقاله: ۹۵/۲/۸

\*نویسنده مسئول: حمیده سالک

salek\_hamideh@yahoo.com

## ۱. مقدمه

از مهم‌ترین ویژگی‌های شرکت‌های سهامی تفکیک مالکیت از مدیریت آن‌ها است. بر این اساس برای مدیران امکان دسترسی انحصاری به بخشی از اطلاعات و نیز تهیه و ارائه اطلاعاتی مثل اطلاعات مالی به وجود آمده است. این ویژگی و نیز ویژگی حسابداری تعهدی به خاطر وجود معوقات (مابه‌تفاوت سود نقدی و سود تعهدی) و انگیزه‌هایی چون انگیزه‌های پاداش، هموارسازی سود و مقررات‌گریزی، این امکان و انگیزه را برای مدیران به وجود می‌آورد تا در جهت منافع خود و در تضاد با منافع سایر گروه‌ها اطلاعات را دستکاری کنند و یا به عبارت کامل‌تر دست به اعمال مدیریت سود بزنند (حساس‌یگانه و پوریان‌سب، ۱۳۸۴). نکته اصلی این است که روش‌های متعددی برای مدیریت سود وجود دارد و مدیر برای مدیریت سود خالص گزارش شده در چارچوب استانداردهای حسابداری آزادی عمل وسیعی دارد. همچنین برای بسیاری از اقلام تعهدی، کشف مدیریت سود اعمال شده توسط حساب‌برسان شرکت مشکل خواهد بود. حتی اگر حساب‌برسان به این موضوع پی ببرند، گاهی نمی‌توانند مخالفت کنند زیرا بسیاری از تکنیک‌های مدیریت سود در محدوده استانداردهای حسابداری می‌باشد (بریندله، ۲۰۰۵). به هر حال شناسایی ساز و کارهایی که بتوانند در کاهش مدیریت سود و تضاد منافع موجود بین ذینفعان اثربخش باشد بسیار حائز اهمیت است. این امر منجر به ایجاد بحث‌های متعددی شده که موضوع نظام راهبردی شرکتی از اصلی‌ترین آن‌هاست. نظام راهبردی شرکتی عاملی است که می‌تواند باعث بهبود کیفیت اطلاعات ارائه شده توسط مدیریت گردد. از یک نظام راهبردی شرکتی انتظار می‌رود تا مقدار مدیریت سود را توسط شرکت‌های عرضه عمومی اولیه محدود کند و رابطه بین اقلام تعهدی اختیاری را با جریان نقد عملیاتی تعدیل بخشد. عرضه اولیه سهام<sup>۱</sup> نقطه عطف مهمی در چرخه حیات شرکت است (ریتر و ولج، ۲۰۰۲) و به اولین زمانی که شرکت‌ها از سرمایه‌گذاران پراکنده، پول جمع‌آوری می‌کنند اشاره دارد (جین و کین، ۱۹۹۹). شرکت‌هایی که قصد عرضه عمومی اولیه را دارند، با تصمیمات نظام راهبردی شرکتی مهمی روبرو هستند. عواملی که بر این تصمیمات اثر می‌گذارند، باعث افزایش درک ما در مورد چگونگی تبدیل شرکت‌های خصوصی به عمومی می‌شود (انگل و همکاران، ۲۰۰۲). قبل از IPO، بسیاری از شرکت‌ها مالکیت داخلی زیاد و سرمایه‌گذاران خصوصی محدودی دارند، لذا در آن‌ها ساز و کارهای نظام راهبردی شرکتی مانند هیأت مدیره برای به دست آوردن منابع به جای نظارت، استقرار یافته است (ولبوم و آندروز، ۱۹۹۶). نتیجه عرضه عمومی بنگاه‌ها، جدایی مالکیت و کنترل است. مالکیت داخلی در طول زمان کاهش می‌یابد و در نتیجه مشکلات نمایندگی ایجاد

می‌شود (فری، ۲۰۰۲). بنابراین، IPO زمان تغییر قابل توجه در نظام راهبردی شرکت‌هاست (بکر و گمپر، ۲۰۰۳). محیط IPO محیطی مناسب برای ارزیابی اثر نظام راهبردی شرکتی بر مدیریت سود است.

یکی از نقش‌های مهم اقلام تعهدی، انتقال یا تعدیل شناسایی جریان‌های وجوه نقد در طول زمان است، به طوری که اعداد تعدیل شده، عملکرد شرکت را بهتر ارزیابی می‌کند. جونز (۱۹۹۱) تفاوت سود و وجوه نقد حاصل از عملیات را به عنوان اقلام تعهدی تعریف و آن را به دو قسمت اقلام تعهدی اختیاری و اقلام تعهدی غیر اختیاری تقسیم می‌کند، که در برخی پژوهش‌های مرتبط با اقلام تعهدی مانند براون (۱۹۸۸)؛ دیچو (۱۹۹۴)؛ راجرز و استاکن (۲۰۰۵)؛ نوروش و همکاران (۱۳۸۵)؛ مدرس و عباس‌زاده (۱۳۸۷) و گانگ و همکاران (۲۰۰۹) از این تقسیم‌بندی استفاده شده است. اقلام تعهدی اختیاری، اقلامی هستند که به رویدادهای درون شرکت مرتبط بوده و به عوامل بیرون از آن ارتباطی ندارد (جونز، ۱۹۹۱). هیلی (۱۹۸۵) نیز، اقلام تعهدی اختیاری را تعدیلات جریان وجه نقد انتخاب شده به وسیله مدیریت در جهت تأثیر گذاشتن بر روی سودهای گزارش شده می‌داند. مدیریت می‌تواند بر روی جزء اختیاری اعمال قضاوت و کنترل نماید. بنابراین پیش‌بینی می‌شود در زمانی که جریان‌های نقدی نوسان بالایی دارند مدیریت از فرصت استفاده کرده نسبت به هموارسازی سود در جهت منافع شخصی خود اقدام نماید. پژوهش‌های تئوری حسابداری اثباتی حاکی از آن است که روش‌های حسابداری تعهدی اختیاری به عنوان ابزاری برای مدیریت سود مورد استفاده قرار می‌گیرد. با توجه به موارد مطرح شده در فوق، پژوهش حاضر در پی پاسخ به این پرسش است که آیا نظام راهبردی شرکتی بر مدیریت سود در شرکت‌های عرضه عمومی اولیه (IPO) در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد؟

## ۲. مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

### ۲.۱. عرضه عمومی اولیه

اصطلاح عرضه عمومی اولیه که رواج آن به بازارهای پر رونق ۱۹۹۰ برمی‌گردد، عبارت است از این که یک شرکت برای اولین بار در طول دوران فعالیت خود اقدام به عرضه سهام به عموم می‌نماید (لیجنگوست و همکاران، ۲۰۰۵). نکته قابل توجه آن است که شرکت‌هایی که برای اولین بار در بورس عرضه می‌شوند تازه تأسیس نبوده و غالباً حداقل دارای ۳ سال سابقه فعالیت می‌باشند؛ لذا در این اصطلاح، کلمه اولیه، به معنی عرضه سهام شرکت برای اولین بار به سهامداران بیرونی از طریق بورس، در زمانی می‌باشد که شرکت مزبور، در پروسه‌ای از فعالیت خود دریافته است که پذیرش در بورس، کمک شایانی به جذب سرمایه (چه از طریق سهامداران

و چه از طریق استقراض)، کاهش هزینه‌های تأمین مالی و حتی کاهش مالیات می‌نماید. تعداد سهامی که طی یک فرآیند عرضه عمومی اولیه وارد بازار معامله می‌شود به ساختار مالکیت پیش از IPO بستگی دارد به گونه‌ای که اگر قبل از اولین عرضه عمومی، تمرکز مالکیت سهام وجود داشته باشد و سهامداران قبلی احساس نمایند که به واسطه IPO، قدرت کنترل خود در امور شرکت را از دست خواهند داد، سهام کم‌تری منتشر خواهد شد و حتی به گونه‌ای توزیع می‌گردد که سهامداران بزرگ دیگری به وجود نیایند (علوی و همکاران، ۲۰۰۶).

## ۲.۲. نظام راهبردی شرکتی

بررسی ادبیات موجود نشان می‌دهد که هیچ تعریف مورد توافقی در مورد نظام راهبردی شرکتی وجود ندارد و تعاریف موجود در یک طیف وسیع قرار می‌گیرند. دیدگاه‌های محدود در یک سو و دیدگاه‌های گسترده در سوی دیگر طیف قرار دارند. در دیدگاه‌های محدود، نظام راهبردی شرکتی به رابطه شرکت و سهامداران مربوط می‌شود. این الگو در قالب نظریه نمایندگی بیان می‌شود. در آن سوی طیف، نظام راهبردی شرکتی را می‌توان به صورت شبکه‌ای از روابط در نظر گرفت که نه تنها میان شرکت و مالکان آن‌ها، بلکه میان شرکت و تعداد زیادی از ذینفعان از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق مشارکت و ... وجود دارد. چنین دیدگاهی در قالب نظریه ذینفعان دیده می‌شود. به دلیل حفظ اعتماد سهامداران و به دنبال آن حفظ سلامت اقتصادی کشور و فضای حاکم بر آن، نظام راهبردی شرکتی به دنبال دستیابی به شیوه‌هایی است که بر اساس آن سرمایه‌گذاران، اطمینان حاصل نمایند که از سرمایه‌گذاری خود در شرکت، بازده مناسبی را دریافت خواهند نمود. نظام راهبردی شرکتی می‌تواند ضعیف ولی کافی باشد، با این شرط که در زمان شروع آن، مسئله نمایندگی در پایین باشد؛ لذا در چنین شرکت‌هایی می‌توان مدیریت سود کم‌تری را انتظار داشت. نظام راهبردی شرکتی می‌تواند قوی (توانمند) بوده ولی کافی نباشد که برای این شرکت‌ها، به رغم نظام راهبردی شرکتی قوی، مدیریت سود احتمالاً مسئله‌ساز می‌باشد. برای شرکت‌های دارای نظام راهبردی شرکتی ضعیف و ناکافی نیز مدیریت سود می‌تواند مسئله‌ساز باشد، لذا نظام راهبردی شرکتی به دنبال ارتقای عدالت، شفافیت و پاسخگویی در شرکت است. افشای اطلاعات مالی شفاف، مشکلات و مسئله نمایندگی را از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سهامداران بیان می‌کند و در نتیجه تأثیرات نامطلوبی بر ثروت آنان خواهد گذاشت (کارامانو و وافیس، ۲۰۰۵). نظام راهبردی شرکتی عاملی است که می‌تواند باعث بهبود کیفیت اطلاعات ارائه شده توسط مدیریت گردد. اگر افشای پیش‌بینی‌های سود توسط مدیریت به عنوان ابزاری برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه‌گذاران بالقوه، تلقی گردد، اعتبار این پیش‌بینی‌ها از اهمیت برخوردار خواهد بود.

برخوردار است، زیرا دقت پیش‌بینی‌های سود توسط مدیریت در شکل‌گیری اعتماد سرمایه‌گذاران به چنین افشاهایی یک عامل حیاتی به شمار می‌رود (نورواتی، ۲۰۱۰). نظام راهبردی شرکتی با مکانیزم‌های برون‌سازمانی (که بیش‌تر شامل قوانین و مقررات هستند) و همچنین مکانیزم‌های درون‌سازمانی که بیش‌تر اختیاری هستند، می‌توانند به اعمال مدیریت خوب، کاهش مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش اعتماد سهامداران و در نهایت کاهش مدیریت سود منجر شوند (استا، ۱۳۹۰).

### ۲.۳. مدیریت سود

تعریف مدیریت سود در ادبیات حسابداری از موضوعات مورد توجه مدیران می‌باشد و از مباحثی است که در حوزه سود حسابداری مطرح می‌شود. این مبحث در حسابداری از ابتدای قرن بیستم به بعد با پژوهش‌های مختلفی توسط صاحب‌نظران رشته حسابداری شکل گرفت. هر یک از این پژوهش‌ها از ابعاد خاصی و با عبارت متفاوتی نظیر دستکاری سود، هموارسازی سود و در نهایت مدیریت سود به موضوع پرداخته‌اند. با استفاده از مدیریت سود، مدیریت می‌تواند دیدگاه سایرین نسبت به عملکرد شرکت را تغییر دهد و سبب تعبیر اشتباه قدرت سودآوری شرکت گردد، در نتیجه باعث تعیین نامناسب قیمت اوراق بدهی و سرمایه شود. هنگامی که اشتباهاتی درون شرکت کشف می‌شود، شرکت دیگر اطمینان بازار را به دست نخواهد آورد و این باعث کاهش شدید قیمت اوراق بدهی و سرمایه شرکت خواهد شد (مافورد و کومیسکی، ۲۰۰۲). اجزای تشکیل دهنده سود به دو بخش نقدی و تعهدی تقسیم می‌شود. بخش غیراختیاری ارقام تعهدی نیز معمولاً مورد دستکاری قرار نمی‌گیرند، بنابراین تنها راه دستکاری سود کاهش یا افزایش ارقام تعهدی اختیاری است. با افزایش میزان ارقام تعهدی اختیاری احتمال رفتارهای اختیاری (فرصت‌طلبانه) مدیریت افزایش می‌یابد و نشانه‌ای از قابلیت اتکای پایین سود می‌باشد. در بررسی‌های انجام شده پیرامون موضوع مدیریت سود، نظیر مطالعات (دچو و دیچو، ۲۰۰۲)؛ (ولز، ۲۰۰۲) و (ویلسون و وانگ، ۲۰۱۰) ارقام تعهدی اختیاری یعنی اقلامی که مدیریت می‌تواند آن را دستکاری کند، نقش مهمی در فرآیند مدیریت سود دارند.

### ۲.۴. رابطه ارقام تعهدی و جریان وجه نقد حاصل از عملیات

بررسی سوابق گذشته نشان می‌دهد که برخی از نظریه‌پردازان و صاحب‌نظران بر این باورند که با استفاده از سودهای حسابداری، مجموع ارقام تعهدی و اجزای ارقام تعهدی می‌توان جریان‌های نقدی را پیش‌بینی نمود. سود حسابداری بر اساس مبنای تعهدی شناسایی و گزارش می‌شود. مبنای تعهدی موجب تفاوت بین سود عملیاتی و خالص جریان‌های نقدی حاصل از عملیات

می‌شود. اهمیت پیش‌بینی جریان نقدی توسط بیانیه‌های حسابداری نیز مورد توجه قرار گرفته شده است. هیأت استانداردهای حسابداری مالی و همچنین کمیته بین‌المللی استانداردهای حسابداری عنوان نمودند که هدف از گزارشگری صورت‌های مالی فراهم آوردن اطلاعات مالی برای استفاده‌کنندگان است تا به آن‌ها در جهت پیش‌بینی میزان، زمان‌بندی و عدم اطمینان‌های مربوط به جریان‌های نقدی آتی مربوط به شرکت کمک نمایند. استاندارد حسابداری مالی آمریکا بر این باور است که معمولاً ارائه اطلاعات درباره سود و اجزای آن نسبت به جریان‌های نقدی برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی، قابلیت پیش‌بینی بیشتری دارند (هیأت استانداردهای حسابداری مالی، ۱۹۸۷).

## ۵.۲. پیشینه پژوهش

جیانگ (۲۰۱۵) در پژوهشی به بررسی نقش نظام راهبردی شرکتی و تأثیر آن بر گزارش‌های مالی مدیریت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار کشور چین پرداخت. وی با انتخاب ۷۹ شرکت در سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۳ به این نتیجه رسید نظام راهبردی شرکتی مناسب باعث افزایش کیفیت گزارشگری مالی می‌شود و مدیران را مجبور می‌کند که مسئولیت‌های خود را به درستی انجام دهند؛ پس رعایت قوانین نظام راهبردی شرکتی یک ابزار نظارتی برای مدیریت محسوب می‌شود.

پنیوس (۲۰۱۴) در پژوهشی به بررسی اثر نظام راهبردی شرکتی بر تصمیمات مدیریت و عملکرد مالی شرکت پرداخت. او دریافت، هر چه قوانین نظام راهبردی شرکتی قوی‌تر باشد، باعث کاهش مشکلات ناشی از هزینه‌های نمایندگی و بهبود تصمیمات مدیریتی و عملکرد شرکت‌ها و کاهش مدیریت سود می‌شود.

دنيس و همکاران (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان تأثیر نظام راهبردی شرکتی بر مدیریت سود، به بررسی تأثیر نظام راهبردی شرکتی بر مدیریت سود در شرکت‌های عرضه عمومی اولیه پرداختند. آن‌ها دریافتند که شرکت‌های با مکانیزم نظام راهبردی شرکتی بهتر، احتمال کم‌تری برای استفاده از مدیریت سود جهت دستیابی به سودهای پیش‌بینی شده دارند.

جلالی‌علی‌آبادی و شفیع‌پور (۱۳۹۲) در پژوهشی به بررسی مدیریت سود و ساختار سرمایه در شرکت‌های عرضه عمومی اولیه پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که اقلام تعهدی اختیاری قبل از عرضه اولیه توانایی توضیح‌دهندگی ساختار مالکیت شکل گرفته پس از عرضه را دارد اما معکوس آن برقرار نیست. به عبارت دیگر دلیلی برای رد رابطه مستقیم میان اقلام تعهدی اختیاری قبل از عرضه با ساختار مالکیت یافت نشد. اما از آنجا که، با افزایش مدیریت سود قبل از عرضه، درصد

مالکیت نهادی افزایش یافته است، بیانگر این موضوع است که عوامل مهم دیگری به غیر از اقلام تعهدی اختیاری در تصمیمات سرمایه‌گذاران نهادی موثر است.

صمدی و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی مدیریت سود در زمان پذیرش و عرضه سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج این بررسی نشان می‌دهد شرکت‌های بورسی در سه سال قبل از پذیرش در بورس به مدیریت سود با استفاده از اقلام تعهدی جاری اختیاری می‌پردازد. همچنین شرکت‌های بورسی در سال قبل از عرضه اولیه سهام به مدیریت سود با استفاده از اقلام تعهدی اختیاری می‌پردازد، ولی در سال عرضه اولیه سهام مدیریت سود اتفاق نمی‌افتد.

مرادی و رستمی (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین برخی از ساز و کارهای نظام راهبردی شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌ها پس از عرضه عمومی اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی رابطه مثبتی با عملکرد شرکت‌ها پس از انتشار اولیه دارند. به علاوه حضور مدیران غیر اجرایی (غیرموظف) عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشد. با این حال، هیچ رابطه‌ای بین نقش دوگانه مدیر عامل و عملکرد شرکت مشاهده نشد.

### ۳. روش‌شناسی پژوهش

جهت ارزیابی اثر نظام راهبردی شرکتی بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده با عرضه عمومی اولیه (IPO) در بورس اوراق بهادار تهران، فرضیه‌های زیر مورد آزمون قرار می‌گیرند: فرضیه اول: نظام راهبردی شرکتی بر استفاده از اقلام تعهدی اختیاری جهت مدیریت سود تأثیر مثبت دارد.

فرضیه دوم: اقلام تعهدی اختیاری بر جریان وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی سال بعد از IPO تأثیر منفی دارد.

فرضیه سوم: نظام راهبردی شرکتی بر اقلام تعهدی اختیاری برای پیش‌بینی جریان وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی سال بعد از IPO تأثیر مثبت دارد.

در این رابطه از مدل‌های زیر استفاده می‌شود. مدل رگرسیون چند متغیره ۱ به پیروی از مدل جونز (۱۹۹۱)، برای محاسبه اقلام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری مورد برازش قرار می‌گیرد.

$$\begin{aligned} \text{TOTACCRUALS}_{it} &= \gamma_0 + \gamma_1 \Delta \text{SALES}_{it} + \gamma_2 \text{PPE}_{it} + \gamma_3 \\ \text{SALESGROWTH}_{it} &+ \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

از باقیمانده مدل ۱، اقلام تعهدی اختیاری به دست می‌آید که جایگزین متغیر وابسته مدل رگرسیون چند متغیره ۲ جهت تعیین تأثیر نظام راهبردی شرکتی بر استفاده از اقلام تعهدی اختیاری جهت مدیریت سود (فرضیه ۱)، می‌شود:

$$\begin{aligned} \text{DACCRUALS}_{it} = & \beta_0 + \beta_1(\text{EBAD} - \text{FCST})_{it} + \beta_2(\text{EBDA} - \text{FCST})_{it} \\ & + \beta_3(\text{EBDA} - \text{FCST}) * \text{GOVERNANCE}_{it} + \beta_4(\text{EBDA} - \text{FCST}) \\ & * \text{POSITIVE} * \text{GOVERNANCE}_{it} + \beta_5 \text{POSITIVE} * \\ & \text{GOVERNANCE}_{it} + \beta_6 \text{POSITIVE}_{it} + \beta_7 \text{GOVERNANCE}_{it} \\ & + \beta_8 \text{LEVERAGE}_{it} + \beta_9 \text{AUDITOR}_{it} + \beta_{10} \text{LOSS}_{it} \\ & + \beta_{11} \text{BTM}_{it} + \beta_{12} \text{SIZE}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

در نهایت با قرار دادن نتایج حاصل از متغیر وابسته مدل ۲، متغیر DACCRUALS جهت تعیین تأثیر اقلام تعهدی اختیاری بر جریان وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی سال بعد از IPO (فرضیه ۲) و نیز جهت تعیین تأثیر نظام راهبردی شرکتی بر اقلام تعهدی اختیاری برای پیش‌بینی جریان وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی سال بعد از IPO (فرضیه ۳) از مدل رگرسیون چند متغیره ۳ استفاده خواهد شد:

$$\begin{aligned} \text{LEADCFLOW}_{it} = & \delta_0 + \delta_1 \text{CFLOW}_{it} + \delta_2 \text{NORMACCRUALS}_{it} + \delta_3 \\ & \text{DACCRUALS}_{it} + \delta_4 \text{DACCRUALS}_{it} * \text{GOVERNANCE}_{it} + \delta_5 \\ & \text{GOVERNANCE}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

کلیه متغیرهای مورد استفاده در مدل‌های فوق در جدول ۱ معرفی و نحوه محاسبه آن‌ها توضیح داده شده است. برای به دست آوردن متغیرهای پژوهش، کلیه داده‌های استخراج شده از صورت‌های مالی شرکت‌های انتخاب شده، طبق مدل‌های مندرج در جدول ۱ محاسبه شده‌اند.

در این پژوهش، شرکت‌های انتخابی، شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده با عرضه عمومی اولیه (IPO) در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۲ که واجد شرایط زیر بودند، انتخاب گردیدند. لازم به ذکر است که ابتدا شرکت‌های موجود در بازار اول به عنوان جامعه انتخاب شدند، اما به دلیل کافی نبودن تعداد آن‌ها، شرکت‌های بازار دوم نیز اضافه شدند.

۱- سال مالی شرکت به ۲۹ اسفند ماه هر سال ختم شود.

۲- در بازه زمانی پژوهش، سال مالی خود را تغییر نداده باشد.

۳- معاملات سهام آن‌ها طی دوره پژوهش، بیش از سه ماه در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشد.

۴- جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه و لیزینگ نباشد.

۵- اطلاعات مورد نیاز آن‌ها در قلمرو پژوهش در دسترس باشد.



جدول ۱: معرفی و نحوه محاسبه متغیرها

متغیر	نماد	نحوه محاسبه
اقلام تعهدی	ToTACCRUALS <sub>it</sub>	تفاضل سود خالص پس از کسر مالیات و جریان وجه نقد عملیاتی
تغییرات فروش	SALES <sub>it</sub> Δ	تفاضل در آمد در سال t و درآمد در t-1
ناخالص اموال ماشین‌آلات و تجهیزات	PPE <sub>it</sub>	جمع ارزش دفتری دارایی‌ها و استهلاک انباشته دارایی‌ها
رشد فروش	SALESGROWTH <sub>it</sub>	تفاضل درآمد در t+1 و درآمد در t
سود قبل از اقلام تعهدی اختیاری منهای پیش‌بینی سود	(EBAD - FCST) <sub>it</sub>	تفاضل سود قبل از اقلام تعهدی اختیاری و پیش‌بینی سود
اثر مثبت	POSITIVE <sub>it</sub>	اگر (EBAD - FCST) <sub>it</sub> مثبت باشد ارزش ۱ می‌گیرد در غیر این صورت صفر
نظام راهبردی شرکتی	GOVERNANCE <sub>it</sub>	نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضای هیأت مدیره
جریان وجه نقد عملیاتی	CFLOW <sub>it</sub>	جریان وجه نقد عملیاتی
اقلام تعهدی غیراختیاری (نرمال)	NORMACCRUALS <sub>it</sub>	تفاضل اقلام تعهدی اختیاری از اقلام تعهدی
اهرم مالی	LEVERAGE <sub>it</sub>	تقسیم کل بدهی در پایان سال IPO بر کل دارایی‌های پایان سال IPO
حسابرس شرکت	AUDITOR <sub>it</sub>	اگر شرکت به وسیله سازمان، حسابرسی شده باشد ارزش ۱ می‌گیرد، در غیر این صورت صفر
زیان	LOSS <sub>it</sub>	اگر درآمد خالص شرکت IPO منفی باشد ارزش ۱ می‌گیرد، در غیر این صورت صفر
ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام تقسیم بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	BTM <sub>it</sub>	ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در پایان سال IPO تقسیم بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در پایان سال IPO
اندازه شرکت	SIZE <sub>it</sub>	لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها

#### ۴. آماره توصیفی متغیرهای پژوهش

آمار توصیفی به تلخیص، توصیف و توضیح ویژگی‌های مهم داده‌ها می‌پردازد. در این نوع آمار، ابتدا داده‌ها خلاصه شده و به صورت جداول مختلف ارائه می‌شوند و سپس معیارهای عددی برای به دست آوردن شاخص‌های مرکزی و شاخص‌های پراکندگی آنان به دست می‌آید. آماره‌های توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش، در جدول ۲ ارائه شده‌اند.

در این قسمت، برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها شامل میانگین، میانه، حداقل، حداکثر و انحراف استاندارد ارائه شده است. اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که بیانگر نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع بوده و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها می‌باشد. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر نظام راهبردی شرکتی برابر با ۰/۵۶۵۱۵۲ می‌باشد که نشان

می‌دهد بیش‌تر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. همچنین این عدد نشان می‌دهد ۵۶ درصد از اعضای هیأت مدیره شرکت‌ها، غیرموظف می‌باشند. متغیر حسابرس نشان می‌دهد که به طور میانگین ۲۹ درصد از شرکت‌ها، توسط سازمان حسابرسی مورد حسابرسی قرار گرفته‌اند. همچنین نسبت اهرم مالی نشان می‌دهد که به طور میانگین ۵۷ درصد از مجموع دارایی‌های شرکت‌ها را بدهی‌ها تشکیل می‌دهد. زیان شرکت نشان می‌دهد ۰/۰۶ درصد شرکت‌ها زیان‌ده بوده‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همانطور که نتایج نشان می‌دهد میانه متغیر ارقام تعهدی اختیاری برابر با ۲۵۳۲۲/۴۹ می‌باشد که بیانگر این است که نیمی از داده‌ها کم‌تر از این مقدار و نیمی دیگر بیش‌تر از مقدار مذکور هستند. از جمله مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر جریان نقد عملیاتی سال بعد از IPO برابر با ۳۴۶۴۷۵۷ و برای متغیر زیان شرکت برابر ۰/۲۳۸۸۴۸ است که نشان می‌دهد در بین متغیرهای پژوهش، جریان نقد عملیاتی سال بعد از IPO و زیان شرکت به ترتیب دارای بیش‌ترین و کم‌ترین میزان پراکندگی می‌باشند.

جدول ۲: آمار توصیفی پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف استاندارد
(سود قبل از ارقام تعهدی اختیاری - پیش‌بینی سود)	(EBDA - FCST)	۱۱۶۱۳۰۹	۶۷۱۲۳/۰۰	۳۱۰۱۸۰۷۳	-۱۱۴۷۸۸۰۳	۳۴۴۸۶۷۱
نظام راهبردی شرکتی	GOVERNANCE	۰/۵۶۵۱۵۲	۰/۶۰۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۳۰۱۳۵۱
اهرم مالی	LEVERAGE	۰/۵۷۴۵۲۰	۰/۵۸۷۹۶۶	۰/۹۷۸۸۸	۰/۰۹۶۴۱۵	۰/۲۵۲۴۰۸
حسابرس	AUDITOR	۰/۲۹۲۹۲۹	۰/۰۰۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۴۵۵۵۶۷
زیان شرکت	LOSS	۰/۰۶۰۶۰۶	۰/۰۰۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۲۳۸۸۴۸
نسبت ارزش دفتری به بازار حقوق صاحبان سهام	BTM	۰/۴۹۹۹۷۸	۰/۳۸۶۹۱۲	۶/۰۷۲۰۸۹	۰/۰۴۹۴۴	۰/۵۴۱۷۴۰
اندازه شرکت	SIZE	۵/۹۵۶۵۸۶	۵/۸۴۱۸۷۰	۸/۱۷۲۲۳۳	۴/۲۰۱۷۵۲	۰/۹۴۴۹۳۷
جریان نقد عملیاتی سال بعد از IPO	LEADCFLOW	۱۰۵۸۶۳۴	۶۰۶۱۲/۰۰	۲۶۹۱۶۶۲۷	-۰/۶۴۴۶۲۹۰	۳۴۶۴۷۵۷
جریان وجه نقد عملیاتی	CFLOW	۱۰۷۴۵۰۳	۸۳۱۰۶/۰۳۳	۲۶۹۱۶۶۲۷	-۰/۶۴۴۶۲۹۰	۳۴۶۳۶۷۰
ارقام تعهدی غیر اختیاری (نرمال)	NORMACCRUALS	۸۲۹۹۲/۲۶	۱۰۶/۰۵۶۹	۱۳۴۷۹۷۳۲	-۲۱۱۱۱۷۱۹	۱۹۹۱۲۴۳
ارقام تعهدی اختیاری	DACCRUALS	-۵۲۸۴۷۹/۰	۲۵۳۲۲/۴۹	۱۱۹۳۶۳۳۹	-۲۰۳۹۷۷۴۷	۲۷۸۴۹۹۳

ماخذ: یافته‌های پژوهش

## ۵. یافته‌های پژوهش

### تجزیه و تحلیل نتایج رگرسیون مدل اول

جدول ۳ نتایج حاصل از برآورد مدل ۱ را با استفاده از نرم‌افزار Eviews بعد از اعمال روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) برای تخفیف ناهمسانی واریانس نشان می‌دهد.

جدول ۳: نتایج حاصل از برآورد مدل ۱ به روش اثرات ثابت

TOTACCRUALS <sub>it</sub> = $\gamma_0 + \gamma_1 \Delta SALES_{it} + \gamma_2 PPE_{it} + \gamma_3 SALES GROWTH_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیرها	ضرایب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	ارزش احتمال
عرض از مبدا	۴۵۶۹۵۱/۹	۲۰۷۴۹۵/۲	۲/۲۰۲۲۹	۰/۰۲۸۲
$\Delta SALES$	۰/۱۵۸۴۰۱	۰/۰۵۵۰۸۲	۲/۸۷۵۷۱۸	۰/۰۰۴۳
PPE	-۰/۱۹۶۷۸۰	۰/۰۳۹۶۰۱	-۴/۹۶۹۰۳۰	۰/۰۰۰۰
رشد فروش	-۰/۱۳۳۶۶۸	۰/۰۵۰۵۷۳	-۲/۶۴۳۰۸۳	۰/۰۰۸۵
ضریب تعیین	۰/۴۳۷۴۸۲	آماره F	۶/۳۶۷۵۷۷	دوربین واتسون
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۶۸۷۷۷	احتمال F	۰/۰۰۰۰	۱/۸۲۷۹۵۸
آزمون F لیمر	۴/۰۷۹۲۱۶		۰/۰۰۰۰	
آزمون هاسمن	۵۴/۱۱۶۶۳۰		۰/۰۰۰۰	
آزمون والد	آماره	معناداری	نتیجه	
	۱/۷*۱۰ <sup>۱۲</sup>	۰/۰۰۰۰	ناهمسانی واریانس	

ماخذ: یافته‌های پژوهش

همانگونه که نتایج مندرج در جدول ۳ نشان می‌دهد، آماره احتمال محاسبه شده برای تمام متغیرهای مستقل کوچک‌تر از ۰/۰۵ است، از این رو می‌توان گفت که بین تمامی متغیرهای مستقل و وابسته رابطه معنی‌داری وجود دارد. همچنین سایر آماره‌های مدل از جمله ضریب تعیین، دوربین واتسون و معنی‌داری کل مدل تایید کننده مدل برازش شده است، لذا می‌توان از باقیمانده‌های این مدل برای محاسبه ارقام تعهدی اختیاری استفاده کرد. ضریب تعیین این مدل تقریباً ۴۳ درصد است. این عدد نشان می‌دهد که ۴۳ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل مذکور قابل توضیح است. نتایج مندرج در جدول ۳ نشان می‌دهد که F محاسبه شده از F جدول بزرگ‌تر است؛ به عبارت دیگر آماره احتمال آزمون F کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین می‌توان گفت این مدل با احتمال ۹۵ درصد معنی‌دار است. برای بررسی عدم وجود خودهمبستگی بین باقیمانده‌های مدل رگرسیونی از آماره دوربین واتسون استفاده شده است. از آن جایی که این عدد بین مقادیر بحرانی ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد، مشکل خودهمبستگی

مرتبه اول بین باقیمانده‌ها وجود ندارد. از آنجا که احتمال آزمون F لیمر کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد به منظور برآورد این مدل از روش داده‌های تابلویی استفاده شده است. با توجه به نتایج آزمون F لیمر لازم است آزمون هاسمن نیز برای تعیین نوع داده‌های تابلویی انجام گیرد. بنابراین با توجه به این که احتمال به دست آمده از آزمون هاسمن کمتر از ۰/۰۵ است، مدل مذکور بر اساس رویکرد داده‌های تابلویی با اثرات ثابت تخمین زده شده است. همچنین، نتایج حاصل از آزمون والد برای بررسی همسانی واریانس در داده‌های با اثرات ثابت برای مدل اول نشان از وجود ناهمسانی واریانس عوامل اخلاص دارد که برای رفع آن از روش حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شد.

### نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

در این بخش با توجه به نتایج به دست آمده از بررسی مدل‌ها به تشریح هر یک از فرضیه‌های پژوهش پرداخته می‌شود.

### تجزیه و تحلیل نتایج حاصل از برآورد فرضیه اول پژوهش

فرضیه نخست: نظام راهبردی شرکتی بر استفاده از اقلام تعهدی اختیاری جهت مدیریت سود تأثیر مثبت دارد.

جدول ۴، نتایج حاصل از برآورد مدل ۲ را با استفاده از نرم‌افزار Eviews بعد از اعمال روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) برای تخفیف ناهمسانی واریانس نشان می‌دهد. همانگونه که نتایج جدول فوق نشان می‌دهد اثر (GOVERNANCE) مثبت بوده اما معنی‌دار نیست. همچنین ضریب تعیین این مدل تقریباً ۰/۱۶۵ است یعنی ۱۶/۵ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل مذکور قابل توضیح است. نتایج مندرج در جدول ۴ نشان می‌دهد که F محاسبه شده از F جدول بزرگ‌تر است؛ به عبارت دیگر، آماره احتمال F کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین می‌توان گفت این مدل با احتمال ۹۵ درصد معنی‌دار است. از آنجا که ارزش احتمال آزمون F لیمر کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد به منظور برآورد این مدل از روش داده‌های تابلویی استفاده شده است. با توجه به نتایج آزمون F لیمر لازم است آزمون هاسمن برای تعیین نوع داده‌های تابلویی انجام گیرد. بنابراین با توجه به این که احتمال به دست آمده از آزمون هاسمن بیشتر از ۰/۰۵ است، مدل مذکور بر اساس رویکرد داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی تخمین زده شده است. در جدول ۴ نتایج حاصل از آزمون بروش-پاگان برای بررسی همسانی واریانس در داده‌های با اثرات تصادفی برای فرضیه اول پژوهش نشان می‌دهد، آماره احتمال

محاسبه شده در این آزمون کوچک‌تر از سطح خطای ۰/۰۵ می‌باشد. از این رو فرضیه صفر این آزمون مبنی بر همسان بودن واریانس‌ها رد می‌شود. در نتیجه برای تخفیف ناهمسانی واریانس از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) با وزن مقطعی استفاده گردید.

جدول ۴: نتایج حاصل از برآورد مدل ۲ به روش اثرات تصادفی

$\text{DACCRUALS}_{it} = \beta_0 + \beta_1(\text{EBAD} - \text{FCST})_{it} + \beta_2(\text{EBDA} - \text{FCST}) * \text{POSITIVE}_{it} + \beta_3(\text{EBDA} - \text{FCST}) * \text{GOVERNANCE}_{it} + \beta_4(\text{EBDA} - \text{FCST}) * \text{POSITIVE} * \text{GOVERNANCE}_{it} + \beta_5 \text{POSITIVE} * \text{GOVERNANCE}_{it} + \beta_6 \text{POSITIVE}_{it} + \beta_7 \text{GOVERNANCE}_{it} + \beta_8 \text{LEVERAGE}_{it} + \beta_9 \text{AUDITOR}_{it} + \beta_{10} \text{LOSS}_{it} + \beta_{11} \text{BTM}_{it} + \beta_{12} \text{SIZE}_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیرها	ضرایب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	ارزش احتمال
عرض از مبدا	-۸۱۷۱۲۲/۸	۷۹۰۹۹۰/۵	-۱/۰۳۳۰۳۷	۰/۳۰۱۲
(EBAD- FCST)	-۰/۹۴۰۲۴۵	۰/۶۶۸۸۳۱	-۱/۴۰۵۸۰۳	۰/۱۶۰۵
(EBDA – FCST)*POSITIVE	۰/۸۵۹۵۰۴	۰/۶۸۶۹۱۷	۱/۲۵۱۲۴۹	۰/۲۱۱۵
(EBDA – FCST) *GOVERNANCE	۰/۱۰۵۰۱۵	۰/۰۱۲۵۰۵	۰/۱۰۳۷۱۸	۰/۹۱۷۴
(EBDA – FCST)* POSITIVE*GOVERNANCE	-۰/۰۹۸۱۹۲	۱/۰۲۵۵۵۲۷	-۰/۰۹۵۷۴۸	۰/۹۲۳۸
POSITIVE*GOVERNANCE	-۲۲۶۹۸۲/۲	۵۵۹۱۰۷/۳	-۰/۴۰۵۹۷۳	۰/۶۸۵۰
POSITIVE	-۸۹۱۵۷/۷۴	۳۹۱۶۳۴/۵	-۰/۲۲۷۶۵۵	۰/۸۲۰۰
GOVERNANCE	۱۰۵۳۳۶/۰	۴۱۷۹۲۷/۹	۰/۲۵۲۰۴۴	۰/۸۰۱۱
LEVERAGE	-۹۵۳۴۵۴/۶	۳۸۷۵۳۸/۰	-۲/۴۶۰۲۸۷	۰/۰۱۴۳
AUDITOR	۷۳۷۷۳/۳۴	۱۳۶۹۸۶/۵	۰/۵۳۸۵۴۵	۰/۵۹۰۵
LOSS	-۴۷۶۷۰/۰۵	۱۰۵۹۸۵/۷	-۰/۴۴۹۷۷۸	۰/۶۵۳۱
BTM	-۳۸۹۹۷/۷۸	۹۲۳۸۲/۴۷	-۰/۴۲۲۱۳۴	۰/۶۷۳۱
SIZE	۲۶۶۳۵۳/۸	۱۳۲۲۷۰/۴	۲/۰۱۳۷۰۷	۰/۰۴۴۷
ضریب تعیین	۰/۱۶۵۷۳۲	آماره F	۷/۱۰۱۹۴۶	دوربین واتسون
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۴۲۳۹۶	احتمال F	۰/۰۰۰۰۰۰	۱/۳۷۲۲۵۹
آزمون F لیمر	۱/۶۳۹۴۰۳			۰/۰۰۸۲
آزمون هاسمن	۱۹/۵۰۳۷۰۵			۰/۰۷۷۱
آماره کای دو	معناداری کای دو	وضعیت فرضیه صفر	نتیجه ناهمسانی	
۱۴/۱۸	۰/۰۰۰۲	رد	واریانس	

ماخذ: یافته‌های پژوهش

### تجزیه و تحلیل نتایج حاصل از برآورد فرضیه دوم و سوم پژوهش

فرضیه دوم: اقلام تعهدی اختیاری بر جریان وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی سال بعد از IPO تأثیر دارد.

فرضیه سوم: نظام راهبردی شرکتی بر اقلام تعهدی اختیاری برای پیش‌بینی جریان وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی سال بعد از IPO تأثیر دارد.

جدول ۵ نتایج حاصل از برآورد مدل ۳ را با استفاده از نرم‌افزار Eviews بعد از اعمال روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) برای تخفیف ناهمسانی واریانس نشان می‌دهد.

جدول ۵: نتایج حاصل از برآورد مدل ۳ به روش اثرات ثابت

LEADCFLOW <sub>it</sub> = δ <sub>0</sub> + δ <sub>1</sub> CFLOW <sub>it</sub> + δ <sub>2</sub> NORMACCRUALS <sub>it</sub> + δ <sub>3</sub> DACCRUALS <sub>it</sub> + δ <sub>4</sub> DACCRUALS * GOVERNANCE <sub>it</sub> + δ <sub>5</sub> GOVERNANCE <sub>it</sub> + ε <sub>i</sub>				
متغیرها	ضرایب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	ارزش احتمال
عرض از مبدا	۱۰۵۹۳۷۷	۶۸۲۸۹/۳۵	۱۵/۵۱۳۰۹	۰/۰۰۰۰
CFLOW	-۰/۰۲۷۸۱۰	۰/۰۵۸۸۸۴	-۰/۴۷۲۲۸۴	۰/۶۳۷۰
NORMACCRUALS	-۰/۱۵۰۰۱۸	۰/۰۴۵۷۷۷	-۳/۲۷۷۱۱۸	۰/۰۰۱۲
DACCRUALS	-۰/۲۳۲۰۴۸	۰/۰۷۱۹۰۲	-۳/۲۲۷۲۹۷	۰/۰۰۱۴
DACCRUALS * GOVERNANCE	۰/۲۷۰۲۲۸	۰/۰۹۸۳۶۹	۲/۷۴۷۰۷۹	۰/۰۰۶۳
GOVERNANCE	۹۹۴۷/۲۶۶	۱۴۹۵۷/۰۶	۰/۶۶۵۰۵۵	۰/۵۰۶۴
ضریب تعیین	۰/۵۹۶۸۶۶	آماره F	۱۰/۷۲۶۵۵	دوربین واتسون
ضریب تعیین تعدیل‌شده	۰/۵۴۱۲۲۲	احتمال F	۰/۰۰۰۰۰	۲/۰۵۴۵۰۹
آزمون F لیمر	۲/۱۸۴۷۳۳			۰/۰۰۰۱
آزمون هاسمن	۹۵/۸۶۶۸۵۱			۰/۰۰۰۰
آزمون	آماره	معناداری	نتیجه	
والد	۱/۱۲*۱۰ <sup>۱۱</sup>	۰/۰۰۰۰	ناهمسانی واریانس	

ماخذ: یافته‌های پژوهش

همانگونه که نتایج نشان می‌دهد برای آزمون فرضیه دوم، ارزش احتمال برای متغیر (DACCRUALS) کمتر از ۰/۰۵ به دست آمده که کم‌تر از سطح خطای مورد نظر یعنی ۰/۰۵ می‌باشد. این موضوع بدین معنی است که اقلام تعهدی اختیاری بر جریان وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی سال بعد از IPO تأثیر دارد. با توجه به این که ضریب محاسبه شده برای

متغیر (DACCRUALS) برابر  $(-0/232048)$  بوده و معنی‌دار است، ارتباط بین این متغیر با جریان وجه نقد عملیاتی شرکت، معکوس است. بنابراین فرضیه دوم در سطح اطمینان  $0/95$  رد نخواهد شد. در مورد آزمون فرضیه سوم ارزش احتمال برای متغیر  $( * \text{DACCRUALS GOVERNANCE})$  کمتر از  $0/05$  به دست آمده که کمتر از سطح خطای مورد نظر یعنی  $0/05$  می‌باشد. این موضوع بدین معنی است که نظام راهبردی شرکتی بر اقلام تعهدی اختیاری برای پیش‌بینی جریان وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی سال بعد از IPO تأثیر دارد. با توجه به این که ضریب محاسبه شده برای متغیر برابر  $(0/270228)$  به دست آمده، ارتباط بین این متغیر با جریان وجه نقد عملیاتی شرکت، مستقیم است. بنابراین فرضیه سوم نیز در سطح اطمینان  $0/95$  رد نخواهد شد.

همچنین ضریب تعیین این مدل تقریباً  $59\%$  درصد است، یعنی  $59\%$  درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل مذکور قابل توضیح است. نتایج مندرج در جدول ۵ نشان می‌دهد که  $F$  محاسبه شده از  $F$  جدول بزرگ‌تر است؛ به عبارت دیگر، آماره احتمال  $F$  کوچک‌تر از  $0/05$  می‌باشد، بنابراین می‌توان گفت این مدل با احتمال  $95\%$  درصد معنی‌دار است. برای بررسی عدم خودهمبستگی در نتایج مدل رگرسیونی از آماره دوربین واتسون استفاده شده است. از آنجایی که این عدد بین مقادیر بحرانی  $1/5$  و  $2/5$  قرار دارد، مشکل خود همبستگی مرتبه اول بین باقیمانده‌ها وجود ندارد. از آنجا که احتمال آزمون  $F$  لیمر کمتر از  $0/05$  می‌باشد به منظور برآورد این مدل از روش داده‌های تابلویی استفاده شده است. با توجه به نتایج آزمون  $F$  لیمر لازم است آزمون هاسمن برای تعیین نوع داده‌های تابلویی انجام گیرد. بنابراین با توجه به این که احتمال به دست آمده از آزمون هاسمن کمتر از  $0/05$  است، مدل مذکور بر اساس رویکرد داده‌های تابلویی با اثرات ثابت تخمین زده شده است. جدول ۵ نتایج حاصل از آزمون والد را بررسی همسانی واریانس در داده‌های با اثرات ثابت برای فرضیه دوم و سوم پژوهش نشان می‌دهد. نتایج مندرج در این جدول نشان می‌دهد که آماره احتمال محاسبه شده در آزمون والد، کوچک‌تر از سطح خطای  $0/05$  می‌باشد. از این رو فرضیه صفر این آزمون مبنی بر همسان بودن واریانس‌ها رد می‌شود. در نتیجه برای تخفیف ناهمسانی واریانس از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) با وزن مقطعی استفاده گردید.

## ۶. نتیجه‌گیری و پیشنهادات

نتایج آزمون فرضیه اول بیان می‌کند که در شرکت‌های پذیرفته شده با عرضه عمومی اولیه (IPO) در بورس اوراق بهادار تهران، ارتباط میان نظام راهبردی شرکتی و اقلام تعهدی اختیاری

از معناداری لازم برخوردار نیست. ارزش احتمال محاسبه شده برای متغیر نظام راهبردی شرکتی ۰/۸۶ می‌باشد که در سطح خطای ۰/۰۵، معنادار نیست. بنابراین متغیر نظام راهبردی شرکتی بر ارقام تعهدی اختیاری دارای اثر معناداری نمی‌باشد. لذا با توجه به نتایج به دست آمده، فرضیه اول پژوهش رد می‌شود. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه با نتایج پژوهش صورت گرفته توسط دنیس کورمیر و همکاران (۲۰۱۲)، مطابقت دارد. نتایج آزمون فرضیه دوم بیان می‌کند که در شرکت‌های پذیرفته شده با عرضه عمومی اولیه (IPO) در بورس اوراق بهادار تهران، ارتباط میان ارقام تعهدی اختیاری و جریان وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی سال بعد از IPO از معناداری لازم برخوردار است. بنابراین می‌توان گفت که، ارقام تعهدی اختیاری بر جریان وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی سال بعد از IPO در سطح تمامی شرکت‌های مورد مطالعه، تأثیرگذار است. ارزش احتمال محاسبه شده برای متغیر ارقام تعهدی اختیاری، ۰/۰۱۴ می‌باشد که در سطح خطای ۰/۰۵ درصد، بیانگر اثر منفی و معنادار این متغیر بر جریان وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی سال بعد از IPO می‌باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم با نتایج پژوهش صورت گرفته توسط دنیس و پاسکال (۲۰۱۲)، مطابقت ندارد. نتایج آزمون فرضیه سوم بیان می‌کند که در شرکت‌های پذیرفته شده با عرضه عمومی اولیه (IPO) در بورس اوراق بهادار تهران، ارتباط میان نظام راهبردی شرکتی بر ارقام تعهدی اختیاری و پیش‌بینی جریان وجه نقد عملیاتی سال بعد از IPO در سطح تمامی شرکت‌های مورد مطالعه، تأثیرگذار است. ارزش احتمال محاسبه شده برای متغیر نظام راهبردی شرکتی بر ارقام تعهدی اختیاری ۰/۰۶۳ می‌باشد که در سطح خطای ۰/۰۵ درصد، بیانگر اثر مثبت و معنادار این متغیر بر پیش‌بینی جریان وجه نقد عملیاتی سال بعد از IPO می‌باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم با نتایج پژوهش صورت گرفته توسط برادران حسن‌زاده و کامران‌زاده (۱۳۸۸) مطابقت ندارد.

### پیشنهاد‌های کاربردی

۱. با توجه به نقش مدیران غیرموظف در تقویت اثربخشی عملکرد هیأت مدیره، لازم است با ارائه راهکارهایی عملکرد مدیران غیرموظف در ترکیب هیأت مدیره را تقویت کرد. به عنوان مثال عضویت طولانی مدت مدیران غیرموظف در ترکیب هیأت مدیره ممکن است استقلال آن‌ها را خدشه‌دار کند و اثربخشی آن‌ها را کاهش دهد.
۲. سازمان حسابرسی و دیگر نهادهای قانون‌گذاری و نظارتی و انجمن‌های حسابداری و حسابرسی، در تدوین استانداردهای حسابداری و قوانین مالی، می‌توانند دستکاری و مدیریت سود



را مورد عنایت بیش‌تر قرار دهند و با ارائه رهنمودهای لازم در جهت محدود نمودن مدیران در اعمال مدیریت، سود استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی را به منظور اتخاذ تصمیمات بهینه و آگاهانه بیش از پیش، یاری نمایند.

### پیشنادهایی برای پژوهش‌های آتی

۱. انجام پژوهش حاضر با استفاده از اطلاعات مالی میان‌دوره‌ای شرکت‌های عرضه عمومی اولیه.
۲. تأثیر اصول نظام راهبردی شرکتی بر کاهش میزان تقلب و افزایش کیفیت گزارشگری مالی در شرکت‌های عرضه عمومی اولیه.

### منابع

- استا، س. (۱۳۹۰). "بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و مدیریت سود". *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۸ (۲)، ۹۳-۱۰۶.
- برادران حسن‌زاده، ر.، بادآورن‌نندی، ی. و حسین‌بابایی، ق. (۱۳۹۱). "بررسی رابطه بین برخی مکانیزه‌های حاکمیت شرکتی با ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی". *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۹ (۲)، ۱-۱۶.
- جلالی‌علی‌آبادی، ف. و شفیع‌پور، س.م. (۱۳۹۲). "عرضه عمومی اولیه: مدیریت سود، ساختار مالکیت". *فصلنامه علمی پژوهشی پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۳ (۱)، ۴۵-۶۰.
- حساس‌یگانه، ی. و پوریان‌سب، ا. (۱۳۸۴). "نقش سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکت‌های سهامی". *ماهنامه حسابداری*، ۴ (۱۶۴ و ۱۶۵)، ۲۵-۲۸.
- صمدی، ع.، بختیاری، آ. و زنگنه، م. (۱۳۹۱). بررسی مدیریت سود در زمان پذیرش و عرضه سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. اولین همایش منطقه‌ای رویکردهای نوین حسابداری و حسابرسی، بندرگز، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بندرگز، [http://www.civilica.com/Paper-RCNAAA01-RCNAAA01\\_055.htm](http://www.civilica.com/Paper-RCNAAA01-RCNAAA01_055.htm)
- مدرس، ا. و عباس‌زاده، م. (۱۳۸۷). "بررسی تحلیلی تأثیر توانایی پیش‌بینی اجزاء تعهدی و جریان‌های نقدی بر کیفیت سود پیش‌بینی شده". *مجله دانش و توسعه*، ۱۵ (۳۴)، ۲۱۲-۲۵۵.

مرادی، م. و رستمی، ا. (۱۳۹۱). "ارتباط بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت پس از عرضه اولیه: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه اقتصاد پولی مالی (دانش و توسعه سابق)، دوره جدید ۱۹ (۴)، ۱-۲۳.

نورش، ا.، ناظمی، ا. و حیدری، م. (۱۳۸۵). "کیفیت اقلام تعهدی و سود با تأکید بر نقش خطای برآورد اقلام تعهدی". بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۴ (۴۳)، ۱۳۵-۱۶۰.

Alavi, A., Kien Pham, P. and My Pham, T. (2006). Pre-IPO Ownership Structure and Its Impact on the IPO Process. School of Banking and Finance, University of New South Wales.

Baker, M. and Gomper, P.A. (2003). "The Determents of Board Structure at the Initial Public Offerings. *Journal of Law and Economics*, 46 (8): 569-598.

Braendle, Udo C. (2005). "Juergen Noll, on the Convergence of National Corporate Governance Systems". *Journal or Inter Disciplinary Economics*, 16 (4): 42-46.

Brown, L.D. (1988). "Comparing Judgmental to Extrapolative Forecasts: It's Time to Ask Why and When". *International Journal of Forecasting*, 4 (2): 171-173.

Dechow, P. (1994). Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals. A Dissertation Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Doctor of Philosophy (Business). University of Rochester.

Dechow. P.M. and Dichev, I.D. (2002). "The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation". *The Accounting Review*, 77 (1): 35-59.

Denis, C., Pascale, L.A. and McConomy, B.J. (2014). "Forecasts in IPO Prospectuses: The Effect of Corporate Governance on Earnings Management". *Journal of Business Finance & Accounting*, 41 (1) & (2): 100-127.

Engel, E., Gordon, E.A. and Hayes, R.M. (2002). "The Roles of Performance Measure and Monitoring in Annual Governance Decisions in Entrepreneurial Firms". *Journal of Accounting Research*, 40 (2): 485-518.

- FASB, (1987). Recognition and Measurement in Financial Statement of Business Enterprises, Statement of Financial Accounting Concepts.
- Frye, M.B. (2002). The Evolution of Corporate Governance: Evidence From Initial Public Offerings. Working paper. University of Central Florida.
- Gong, G., Laura, Li. and Xie, H. (2009). "The Association between Management Earning Forecast Errors and Accruals". *The Accounting Review*, 84 (2): 497-530.
- Haiya, J. (2015). "Corporate Governance and Financial Reporting Quality in China: A survey of Recent Evidence". *Journal of International Accounting Auditing and Taxation*, (24): 29-45.
- Healy, P.M. (1985). "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions". *Journal of Accounting and Economics*, 7 (13): 85-107.
- Jain, B.A. and Kini, O. (1999). "The Life Cycle of Initial Public Offering Firms". *Journal of Business Finance & Accounting*, 26 (9): 1281-1317.
- Jones, J. (1991). "Earnings Management during Import Relief Investigations". *Journal of Accounting Research*, 29 (7): 139-228.
- Karamanou, I. and Vafeas, N. (2005). "Management Earnings Forecasts: An Empirical Analysis". *Journal of Accounting Research*, 43 (3): 453-486.
- Ljungqvist, A. (2005). IPO Underpricing. Tuck School of Business at Dartmouth, Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, Vol 1, Chapter 12 .
- Mulford, C.W. and Comiskey, E.E. (2002). The Financial Numbers Game-Detecting Creative Accounting Practices, New York, John Wiley & Sons.
- Nurwati, A. (2010). "Corporate Governance and Earnings Forecasts Accuracy". *Asian Review of Accounting*, 18 (1): 50-67.
- Panayiois, C. (2014). Andreou Christodoulos Louca. Photis M. Panayies Corporate Governance. Financial Management Decisions and Firm Performance from the Maritime". *Industry Transportations Research Part E*, 63: 59-78.
- Ritter, J.R. and Welch, L. (2002). "A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations". *The Journal of Finance*, 57 (4): 1795-1839.

---

Rogers, J.L. and Stocken, P.C. (2005). "Credibility of Management Forecasts". *The Accounting Review*, 80 (4): 1233-1260.

Welbourne, T.M. and Andrews, A.L. (1996). "Predicting the Performance of Initial Public Offerings: Should Human Resource Management be in the Equation?" *Academy of Management Journal*, 39 (4): 891-920.

Wells, P. (2002). "Earnings Management Surrounding CEO Changes". *Accounting and Finance*, 42 (2): 169-193.

Wilson, M. and Wang, L.W. (2010). "Earnings Management Following Chief Executive Officer Changes: The Effect of Contemporaneous Chairperson and Chief Financial Officer Appointments". *Accounting and Finance*, 50 (2): 447- 480.